

SINKOVICS Alfréd

# A VÁLLALKOZÁSOK TŐKESZERKEZETÉNEK ÁTALAKULÁSA MAGYARORSZÁGON 1995-2002 – EMPÍRIA ÉS HIPOTÉZISEK

A vállalati tőkeszerkezet a vállalati fejlődés saját vagy idegen tőkéből való finanszírozása révén folyamatosan formálódik, változik. Az elmúlt évtizedek tapasztalata, hogy a tőkeáttétel (az idegen hosszú lejáratú tőke/saját tőke mutatója) folyamatosan nő. Ezzel párhuzamosan – mint az adatok áttekintése során majd látni – Magyarországon folyamatosan nő a rövid lejáratú eladósodás is. Mi erre a magyarázat? Mit mondanak erről az elméletek? E kérdésekre próbál választ adni dolgozatában a szerző.

Az elmúlt néhány évtized vállalati pénzügyi elméletének az vált az alapgondolatává, hogy a vállalatok üzleti értékét a jövőben várható nettó pénzáramok jelenértéke determinálja. Ez a közelítés határozta meg a tőkeszerkezet formálásban vitt vállalati magatartás elméleti modelljeinek megalkotóit is, akik valamilyen módon a pénzáramok determinálta vállalati értékben gondolkodtak (Fama, Miller és Modigliani és még sokan mások). Számukra a kérdés az volt, miként érinti a tőkeszerkezet változása a vállalati tulajdonosi értéket?

Mivel a jelenérték – nettó jelenérték elmélet konstrukciója alapvetően USA-beli gazdálkodási viszonyokra épült, figyelembe véve, hogy a magyar viszonyok ettől (ismereteink szerint több nyugat-európai gazdasággal egyetemben) eltérnek, kérdéses, hogy a tulajdonosi érték és a tőkeáttétel növekedése közti kapcsolatot tárgyaló elméletek szolgálhatnak-e magyarázattal a tőkeáttétel hazai növekedésére?

Az USA-ban – a hazai és kelet-európai szerkezethez képest is – a tőzsdei – értékpapír-kereskedelmi mechanizmusnak sokkal nagyobb szerepe van a vállalatok hosszú lejáratú finanszírozásában (a rövid lejáratúban is), mint a banki közvetítő rendszernek, mint-hogy a vállalatok és a lakossági szféra megtakarítási-felhalmozási képességei messze meghaladják még a fejlett európai régióit is.

## A tőzsdei és banki finanszírozásról a magyarországi vállalatok kontextusában

*A hazai vállalatok idegen tőkével való finanszírozása nálunk alapvetően banki finanszírozás, amely pedig mind a tapasztalati, mind a tudományos szakmai közfelfogás szerint is kézzelfoghatóan más karakterisztikájú finanszírozás, mint a tőzsdei típusú finanszírozás.*

Mind a banki, mind a tőzsdei tevékenység része a pénzügyi közvetítő rendszernek, a pénz és tőkepiac működésének. Ez nem jelenti azt, hogy e két közvetítőrendszer egyformán működjön.

A tőzsdei elsődleges részvény- vagy közép lejáratú kötvénykibocsátások során a befektetők – köztük a lakossági befektetők – közvetlenül az adott vállalat fejlesztési tőkeszükségletét finanszírozzák.

A finanszírozás részvényvásárlás esetén visszavonhatatlan (praktikusan örökre szól), ahol a befektetés megtérülését a finanszírozott beruházás eredményéből képzett osztalék, valamint az árfolyamnyereség biztosít(hat)ja, illetve a részvény eladható, de ez a vállalati finanszírozás szempontjából közömbös akció.

*A közép lejáratú kötvénykölcsönök esetében a kölcsön visszafizetésével a tőkeáttétel átmeneti, korábbi növekedése megszűnik, ennek ellenére a tőkeáttétel folyamatosan növekszik.*



Valamely befektető konkrét tőzsdei befektetése egy elsődleges részvénykibocsátás során *magasabb kockázatú*, mint az alternatív banki betétképzés, igaz, ennek fejében elvileg nagyobb megtérülést is ígér. A részvényes kockázatának mértéke az adott vállalat profiljától, tevékenységétől, menedzsmentjétől és ezer más dologtól függ.<sup>1</sup>

A ma elfogadott befektetési elmélet szerint (lásd a CAPM-modell fő tanúságait), *a részvényhozamok igazában az adott részvény kockázatosságától függenek*, ezt az elméletet az empirikus kutatások sokszorosan igazolták.

Az USA-ban – mint említettük – a lakossági megtakarítások sokkal jelentősebb része szolgál a tőzsdén keresztül közvetlen vállalatfinanszírozásra, mint a banki közvetítőrendszeren keresztül akár elsődleges kibocsátású részvények vásárlása, akár rövid vagy hosszabb lejáratú kötvények vásárlása révén.

Nyugat-Európa több államában és Kelet-Európában is gyorsan fejlődik a tőzsdei finanszírozás, de a banki hitelezés szerepe sokkal jelentősebb a vállalati tőke-szükségletek finanszírozásában, mint az USA-ban.<sup>2</sup>

Egy banki súlypontú tőkefinanszírozási rendszerben maga a bankrendszer az alapvető közvetítőrendszer, amely a közületi, a vállalati és a magánszféra megtakarításait közvetíti a vállalatok tőkefinanszírozására, közép- és hosszú lejáratú kölcsönökkel való ellátására, de csak abban a mértékben, amilyen mértékben maguk a megtakarítások hosszabb időtartamra vonatkoznak.

*A banki közvetítőrendszer egy konkrét magyar vállalat szempontjából sokkal centralizáltabb, bizonyos értelemben monopolizáltabb közvetítőrendszer, mint a tőzsdei közvetítőrendszer, a tőzsdeitől eltérő finanszírozási döntési mechanizmusokkal.*

Egy magyar vállalatnak rendszerint egy „alapvető” bankja van, amely a vállalat rövid és hosszú lejáratú hitelezését végzi. Értelemszerűen ez bonyolítja le a vállalat forgóeszköz-hitelezését, devizaműveleteit és kölcsönöket nyújt beruházásaihoz.

Az általános tapasztalat az, hogy míg a bankok folyamatosan és gond nélkül finanszírozzák a vállalatok forgóeszköz-hitel szükségleteit, addig igen *nehéz tőkefinanszírozást kapni vállalati beruházásokhoz, különösen a kis- és középvállalkozásoknak*. A Magyarországon működő nem blue chip kis- és középvállalkozások fejlesztésének finanszírozása ezért jelentős részben kiszolgáltatott bankjának, a bankrendszer egészének.

A banki tőkefinanszírozási rendszer a következő elemekben elvileg is eltér a tőzsdeitől:

- A vállalati tőke-kihelyezések során a bankok nemcsak a saját tőkéjüket kockáztatják, hanem a betétesekét is, s mivel a bankok felelnek betéteseik pénzéért, ezért *kockázatkerülőbbek*, mint a tőzsdei közvetlen lakossági befektető.
- Az egyénileg kisebb összegeket befektető tulajdonos és egy vállalati beruházást hitellel támogató bank kockázata eltérő (még akkor is, ha a bankok nagyobb kockázatértékelési szakértelemmel rendelkeznek, mint a lakossági befektetők).
- A banki kihelyezésekkel kapcsolatos döntések centralizáltabbak, a végső döntést rendszerint egy banki cenzúrabizottsági vezető mondja ki.
- A (magyar) kereskedelmi bank<sup>3</sup> inkább rövid lejáratú hitelt, mintsem közép- és hosszú lejáratú fejlesztési kölcsönt nyújt.
- Az alapvetően tőkehiányos viszonyok közötti pénz- és tőke kínálatot magas reálkamatok hozzák egyensúlyba a kereslettel.

A hazai kis- és középvállalatok (de sok nagyvállalat) tőkefinanszírozási helyzete Magyarországon a tulajdonosi tőkehiányt, a tőkepiac fejletlenségét, a jövedelem alacsonyágát, a megtakarítási képesség és hajlandóság visszafogottságát is mutatja. A tőzsdén levő részvénytársaságok száma rendkívül alacsony, az elmúlt években a tőzsdei vállalatok száma néhány kivezetéssel még csökkent is.

Magas vállalati és lakossági felhalmozó képesség volna szükséges, amely a közép és hosszú távú tőke kínálatot alimentálja, s amely magasabb fokon képes részt venni a vállalkozások fejlesztési tőkeszükségleteinek finanszírozásában. A hosszú távú fejlesztési források hiánya vezet a közép- és hosszú lejáratú banki kölcsönkínálat relatív szűköségéhez is, amely távlatilag is fékezheti a modernizációs folyamatot.

A hazai pénz- és tőkepiaci viszonyok alapján tudomásul kell venni, a vállalkozások zömének nemcsak rövid, de a hosszú lejáratú finanszírozása is a banki közvetítői rendszerre épül, és a tőkekorlátok körülményei között is a banki finanszírozás játszik döntő szerepet, közép- és hosszú lejáratú, értékpapír alapú finanszírozási lehetőségek szinte csak a blue chip vállalatok részére lehetségesek.<sup>4</sup>

*A hosszú és középlejáratú vállalati finanszírozás gondja zömmel csak a kis- és középvállalati szférát érinti, a nagy blue chip vállalatokat nem.* Ezt mutatja az a tény, hogy pl. 1998-ban a vállalatoknak nyújtott hitelek fele volt hosszú és fele rövid lejáratú, 2000 első félévében 51,4% hosszú (egy éven túli) lejáratú és a 48,6 százaléka volt rövid lejáratú. A vállalati hitelek



jelenlegi hosszú-rövid lejáratú megoszlásának százalékos arányaira aktuális adattal nem rendelkezünk, de becslésünk szerint a hosszú lejáratú kihelyezések valószínűleg visszaestek.

A hosszú lejáratú forráshiányon kívül fontos tényező, amely a bankokat visszariaszthatja kv-k közép- és hosszú lejáratú finanszírozástól, a *csökkenő hozamgörbe*. A Nemzeti Bank egy 2000-es tanulmánya szerint a vállalati forintkamatok 1998 első negyedévében 20 százalék körül, 1999 első negyedévében 16 százalék körül, 2000 első negyedévében és 2001 első negyedévében 12 százalék körül voltak. Igaz, a kamatesés trendje 2002-ben megállt, azóta a kamatszintek még nőttek is.

Összességében az aktuális helyzetben úgy látjuk, a kereskedelmi bankok előnyben részesítik a vállalatok rövid lejáratú szükségleteinek finanszírozását.

### A Magyarországon működő vállalatok rövid és hosszú lejáratú eladósodási trendje

Meglepőnek tűnik, hogy Magyarországon (a rendszerváltás után) is, ugyanúgy, ahogy az USA-ban és a fejlett piacgazdaságok szinte mindegyikében, határozott tendencia, hogy nő a vállalkozások hosszú és rövid lejáratú eladósodottsága, külső forrásokra szorultsága. Ezt már külföldi elemzők is észreveszik, lásd az 1. táblázatot.

1. táblázat

Az összes kötelezettség/összes eszközök könyvszerinti és piaci értéke 2000-ben

Ország	Kötelezettségek/ összes eszközérték könyv szerint	Kötelezettségek/ összes eszközérték piaci értéken
USA	0,66	0,44
Japán	0,67	0,45
Németország	0,72	0,73
Franciaország	0,69	0,61
Olaszország	0,67	0,67
Nagy-Britannia	0,57	0,42
Kanada	0,61	0,47
Lengyelország*	0,36	0,3
Magyarország*	0,43	0,43

\* Csak a tőzsdei cégekből vett minta.

Forrás: Devic és Krstic idézett cikkéből.

Segít-e a vállalati pénzügyi elmélet a vállalati eladósodás növekedését megérteni, s megmagyarázni a tőkeszerkezet alakításának gazdasági motívumaival? Miként megy végbe konkrétan a vállalati eladósodás Magyarországon?

### Milyen üzenete lehet a pénzügyi elméleteknek a hazai tőkeszerkezeti változásokkal kapcsolatban?

A zömmel amerikai közgazdászok által a tőkeszerkezet formálására kialakított elméletek olyan absztrakt elméleti konstrukciók, amelyek csak vegytiszta viszonyok közt írják le a vállalatok tőkeszerkezetének formálására irányuló pénzügyi döntéseket, magatartásokat, ebbéli motivációkat.

A Miller – Modigliani I. tétel tökéletes versenyt, monopóliumok nélküli piacokat feltételezve annyit mond, hogy a tőkestruktúra változásai nem befolyásolják a vállalati értéket, ami egyenértékű azzal az állítással, ha nő a tőkeszerkezetben a kockázatmentes adósságforrás, és csökken a saját tőke részaránya, akkor a tőketulajdonosok nagyobb kockázatot kénytelenek viselni, de ezt nagyobb megtérülésnek kell kompenzálnia, miközben a vállalati érték változatlan lesz.

Ez az elmélet nem tud tanácsot adni a gyakorló vállalati pénzügyeseknek, miként formálják a vállalati tőkestruktúrát, s nem ad magyarázatot a világ gazdasági méretekben növekvő vállalati tőkeszerkezeti változásokra, a hosszú lejáratú adósság hányadának növekedésére a vállalati hosszú lejáratú forrásokon belül.

A Miller – Modigliani II. tétel már közelebb vezet a probléma megoldásához, megállapítván, hogy ha nő a hosszú lejáratú hitelfinanszírozás a vállalati tőkén belül, akkor a kölcsöntőke kamatterhe társasági adó-megtakarításhoz vezet, szemben azzal a megoldással, ha a hosszú lejáratú addicionális finanszírozás a saját tőke növelésével történne. Itt feltételezik, hogy a saját tőke drágább finanszírozás, hiszen a vállalkozói kockázat miatt az elvárt megtérülés nagyobb, mint a kockázatmentes kamatláb.

Ha ez a tétel a gyakorlatban is működne, akkor a tulajdonosok, illetve a menedzsment mindenkor a hosszú lejáratú bankhitel felvételét részesítené előnyben az addicionális saját tőkéből való finanszírozással szemben.

A gyakorlati vállalati tőkefinanszírozási politika magyarázatára az ún. „Pecking Order” elméletet tartják a legjobbnak, amely sorba rendezi a vállalati pénzügyi vezetők megfigyelések szerint preferált forrásigénybevételi hierarchiáját. Eszerint a részvénytársaságok mindenképp először 1) saját belső forrásból, majd 2) hitelforrásból és 3) csak végső fokon új részvények kibocsátásából finanszírozzák vállalatuk közép- és hosszú lejáratú forrásigényét, feltéve természetesen, hogy a belső források rendelkezésre állnak.



Ez nem áll messze az MM II. elmélet állításától, és csak annyit jelent, hogy a vállalkozások mindenek előtt a saját felhalmozott nyereségből finanszírozzák a közép- és hosszú lejáratú finanszírozási szükségleteket, s a további szükségleteket bankkölcsönökből finanszírozzák.

Mivel összességében nemzetközi szinten is tapasztalható a közép- és hosszú lejáratú vállalati eladósodás növekedése, ez mindenképpen azt mutatja, hogy a fejlesztési forrásszükségletek nagyobbak, mint a felhalmozott nyereség (amely részvénytársaságok esetén függ a nyereség újrabefektetési arányától is), és a különbséget mindenekelőtt kölcsönből igyekeznek finanszírozni. Arra, hogy a vállalati tőkeszerkezetben miért nő a tőkeáttétel, nincs kielégítő magyarázatunk.

*Lehet az is egy a magyarázat, hogy a tőketulajdonosok bizonyos csoportjai előnyben részesítik a bankbetétekbe történő befektetéseket a direkt vállalatokba történő befektetések helyett?*

Ráadásul nemcsak a közép- és hosszú lejáratú, de a rövid lejáratú eladósodás is növekszik mind nemzetközi, mind hazai szinten. Ez felveti azt a kérdést, hogy milyen kölcsönkapcsolat van a vállalati rövid, közép-, illetve hosszú lejáratú eladósodás között?

A Miller és Modigliani I. sz. tétele alapján a vállalat értékét nem befolyásolja, hogy milyen arányban finanszírozzák a vállalatot saját vagy külső forrásból. De a tulajdonosi értéket befolyásolja a tőkeáttétel, ugyanis a vállalatulajdonos számára való értéke a vállalat értéke mínusz a tartozások értéke, és minél magasabb adósság terheli ugyanazt a vállalati értéket, annál kisebb lesz a tulajdonosi érték.

Miller és Modigliani II. tételükben figyelembe veszik, hogy a külső forrást terhelő kamat levonható költségként, amely csökkenti a vállalat által fizetendő nyereségadót, és így adómentesítéshez vezet, amely viszont növeli a tulajdonosi értéket.

Az adómentesítés ui. növeli az éves pozitív cash flow-t, és mint ilyen, növeli a cég üzleti értékét azon az elvi alapon, amely szerint a vállalat üzleti értéke a jövőbeli nettó pénzáramok jelen értékre diszkontált összege.

Bár a vállalati pénzügyesek feltételezik, hogy van egy optimális idegen tőke/saját tőke arány, ennek optimum kritériumait még nem fogalmazták meg.

A rövid lejáratú eladósodás mértékére nézve egyetlen alapvető elméleti magyarázat van: a forgóeszközök értékének meg kell haladnia a rövid lejáratú forrásokat, más szóval a folyamatos fizetőképesség fenntartási szükséglete állít kemény korlátot a rövid lejáratú eladósodás elé.

Egyelőre úgy néz ki, nincs lezárt elméleti magyarázat nálunk fejlettebb piaci viszonyok között arra, hogy:

- a megtakarítások mikor és milyen arányokban, mely pénzügyi közvetítő rendszer eleme révén kerülnek kihelyezésre forgóeszköz-növekedés vagy beruházás finanszírozására,
- az előbbiektől is függően miért növekszik folyamatosan a tőkeáttétel,
- miért, milyen hatásokra növekszik a vállalatok rövid lejáratú eladósodása,
- miért nő a forrásszerkezeten belül mind a rövid, mind a hosszú lejáratú adósság hányada?

Az előbb felidézett elméletek a tőkeáttétel növekedését viszonylag kevés számú változóval modellezik. A hazai tőkeáttételi és tőkeszerkezeti viszonyok magyarázatához figyelembe kell vennünk a hazai viszonyokat is.

## A magyarországi vállalkozások tőkeszerkezetének átalakulása 1995–2002

A hazai tőkeszerkezetet a legegyszerűbb statisztikai adatelemzés módszerével igyekeztünk megragadni. A 2. táblázatban az összes, mérleget készítő, Magyarországon működő társas vállalkozás aggregát mérleg- és eredmény-kimutatási adatait, valamint néhány fontos pénzügyi és tőkeszerkezeti mutatóját ismertetjük. A táblázat az 1995–2002-es időszak<sup>5</sup> adatait tartalmazza, sajnos hosszabb időszakot leképező adatbázis nem áll rendelkezésünkre.

A táblázat adatai részletesen és sokoldalúan jellemzik a mérlegkészítő magyarországi gazdasági vállalkozások tevékenységének gazdasági aspektusait, és mivel az adatok a rendszerváltás után öt évvel indulnak, így a trendek – a privatizáció gyakorlati befejezése után – már viszonylagosan letisztult piacgazdasági viszonyokat tükröznek.

A tőkeáttétel vizsgálatát az adatbázis egyik strukturális gyengesége nehezíti, nevezetesen, hogy a rövid lejáratú kötelezettségek között nincs elkülönítve a rövid lejáratú hitelek volumene, egyben vannak a rövid lejáratú hitelek, a szállítói hitelek és az egyéb rövid lejáratú kötelezettségek.

Az adott időszak adatai a rendszerváltás gazdasági sokkja utáni gazdasági növekedés újbóli beindulását, majd az 1995–2002 közti fejlődési pályáját mutatják. A tőkeáttétel, a rövid és hosszú lejáratú adósságteher növekedését ebben a kontextusban kell vizsgálni.



## Nemzetgazdaság összesen 1995–2002

A társas vállalkozások kivonatolt aggregát mérlegbeszámolója  
és a belőlük számolt pénzügyi mutatók (darab, illetve ezer forint)<sup>6</sup>

Évek	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Vállalatok száma	192072	223909	231938	253272	259570	294534	302816	309017
Összes nettó árbevétel és hozam	12225630	15465771	19718913	24795497	28112485	33865146	39714810	42456972
Üzemi tevékenység eredménye	332803	493704	885532	1154725	1293928	1135606	1174007	1304077
Pénzügyi műveletek eredménye	-179820	-159901	-134740	-190318	-202820	467950	599275	310252
Adózott eredmény	40342	180783	639506	837649	952366	1308094	1654610	1504535
Mérlegeredmény	-41378	23037	318243	418043	517823	786467	1035865	860771
Osztalékkivétel	94042	176723	353756	431907	464230	546075	665362	696740
Befektetett eszközök	6080473	7076914	8322973	10189540	11956773	20969709	25921924	21561994
Forgóeszközök	4269577	5273170	6740736	8049139	9315571	21198109	23817952	23671143
Eszközök összesen	10480317	12550864	15295597	18545977	21653956	42889907	50515317	46042623
Összes saját tőke	5597260	6386013	7530273	8913881	10147894	18461714	22786954	16655252
Hosszú lejáratú beruházási hitelek	404923	616668	924478	1278004	1506649	1944449	1734602	1714222
Összes hosszú lejáratú kötelezettség	1206243	1597841	2079232	2756248	3260942	5714250	6527164	7076074
Összes rövid lejáratú kötelezettség	3472170	4313174	5298253	6316629	7356956	17437998	19215893	20134704
Összes forrás	10480317	12550864	15295597	18545977	21653956	42889907	50515317	46042623
Forrásnövekedés		1,20	1,22	1,21	1,17	1,98	1,18	0,91
Összes adósság	4678413	5911015	7377485	9072877	10617898	23152248	25743057	27210778
Nettó működő tőke	797407	959996	1442483	1732510	1958615	3760111	4602059	3536439
Összes adósság/saját tőke %	83,6	92,6	98,0	101,8	104,6	125,4	113,0	163,4
Összes adósság / Összes tőke %	44,6	47,1	48,2	48,9	49,0	54,0	51,0	59,1
Hosszú lejáratú kötelezettség saját tőke %	21,6	25,0	27,6	30,9	32,1	31,0	28,6	42,5
Hosszú lejáratú kötelezettség / összes tőke %	11,5	12,7	13,6	14,9	15,1	13,3	12,9	15,4
Rövid lejáratú kötelezettség / saját tőke %	62,0	67,5	70,4	70,9	72,5	94,5	84,3	120,9
Rövid lejáratú kötelezettség / ösztőke %	33,1	34,4	34,6	34,1	34,0	40,7	38,0	43,7
Rövid lejáratú kötelezettség / hosszú lejáratú kötelezettség	2,9	2,7	2,5	2,3	2,3	3,1	2,9	2,8
Vevő/szállító %	95,4	97,3	100,4	102,6	99,2	103,5	125,9	104,8
Osztalék / adózott eredmény %	233,1	97,8	55,3	51,6	48,7	41,7	40,2	46,3
Nyereség visszafektetési hányad %		2,2	45,7	48,4	51,3	48,3	59,8	53,6
Adózott eredmény /saját tőke ROE %	0,72	2,83	8,49	9,40	9,38	7,09	7,26	9,03
Jegyzett tőke/saját tőke %	77,1	75,1	71,4	65,9	60,1	53,1	45,5	46,5
Jegyzett tőke	4316944	4797778	5378273	5873836	6103351	9803033	10360051	7739698
Összes adósság/összes forrás %	44,6	47,1	48,2	48,9	49,0	54,0	51,0	59,1
Bevételek növekedése lánc%		26,5	27,5	25,7	13,4	20,5	17,3	6,9
ROA Adózott eredmény / összes eszköz %	-0,4	1,4	4,2	4,5	4,4	3,0	3,3	3,3
ROA Mód. Adózott eredmény / befektetett eszköz %	-1,0	0,4	4,7	5,2	5,6	3,7	4,3	3,6



Az adatbázis egyenletesen növekvő könyvszerinti értéket mutat 2000-ig. A 2000-es mérleg összeállításánál a vállalatok a Számvetési törvény változásának megfelelően ártértékelték az eszközeiket piaci (?) értékre. (Az egy külön és nem itt megvitatandó probléma, hogy lehetséges-e adminisztratív ártértékelési módszerekkel valós vállalati értéket meghatározni.)

Mivel forrásszerkezeti elemzésünk főként viszonyszámokra épült, ez esetben az ártértékelés eltérést okoz, azt reméljük, talán nem elviselhetetlen mértékű eltérést.

A mintában szereplő társas vállalkozások száma hét év alatt 192 000-ről 309 000-re növekedett. A vállalatok számának növekedése zömmel a kisvállalkozások számának gyors ütemű emelkedéséből adódott, de a vállalkozások számának gyarapodása a tőkeszerkezet átalakulása szempontjából feltehetően irreleváns vagy (feltehetően) azt csökkentő. Egy kisvállalkozás ui. nem igen kap hitelt (semmilyen lejáratra).

A mikrovállalkozások jelentős része ui. közismerten sem 1995–2002 között, sem jelenleg nem juthat jelentős nagyságrendű külső erőforráshoz (l. pl. Ábel és tsa, 1999), s a vizsgált időszakban a kis- és mikro-vállalkozások alapvetően munkatőjükkel léptek piacra.

Igen gyors volt a teljes sokaságnál a vizsgált években 1995-től a nominális nettó árbevétel és egyéb bevételek, illetve hozamok együttes növekedési üteme:

1996/1995	27,4 %
1997/1996	27,8 %
1998/1997	25,8 %
2000/1999	13,5 %
2001/2000	26,3 %
2002/2001	14,0 %

Ez az árbevétel- és hozamnövekedés hatékony volt 1999-ig, mert e növekedést a vállalkozások egésze az árbevételnél *kisebb* eszköz- és forrásnövekedéssel érte el, utána az ártértékelés új arányokat hozott.

Az összes eszközök növekedési ütemei:

1996/1995	20,0 %
1997/1996	22,0 %
1998/1997	21,0 %
2000/1999	17,0 %
2001/2000	98,0 % (ártértékelés!)
2002/2001	-9,0 %

Az üzemi tevékenység eredménye előbbieknél is jobban növekedett, megnégyszereződött, s az adózott eredmény bővülése még ezt is túlszárnyalta.

Ennek eredményeként a ROE mutató egy igen alacsony, irreális szintről 9 százalék körüli szintre növekedett, ami jelzi a rendszerváltás gazdasági válságából való kilábalás trendjét.

A ROA adat különösen érdekes pályát futott be, 1998-ig folyamatos növekedéssel egy 4,5%-os szintre jutott, majd azután egy 3,3%-os értékre esett vissza.

Az osztalék/adózott eredmény, illetve a visszaforgatott eredmény/ adózott eredmény mutatók az időszak végére, 2002-re jelentős arányváltozások után 45/55 arányban stabilizálódtak.

Ha az eszközök oldaláról nézzük a hatékonyságot, a következő kép tárul elénk:

#### Növekedés 2002/1995

Árbevétel, és hozamok	3,47	
Összes eszköz	4,39	(ártértékelés)
Befektetett eszköz	3,55	
Forgóeszköz	4,54	
Vevő	3,3	
Készlet	2,95	
Pénzeszközök	4,76	

Ha a mérlegadatokat elfogadjuk, az árbevétel és a befektetett eszközök növekedése arányos volt. Ellenben a forgóeszközök értéke gyorsabban növekedett, mint az értékesítés, ennek oka egyértelműen a pénzeszközök állományának aránytalan megnövekedése. A vevő és a készlet növekedése arányos volt a forgalom növekedésével.

Előbbi adatok dinamikáját annak fényében kell nézni, hogy az 1995/2002 közötti időszak összegezett inflációs indexe 2,4 volt.

Az adatok azt igazolják, hogy a vállalatok összességének likviditási helyzete ezekben az években megerősödött. Ezt bizonyítja nemcsak a pénzeszközök állományának alakulása, de az is, hogy a vállalkozások összesített *nettó forgóeszköz-értéke* (a net working capital) növekvően pozitív, és folyamatosan mind az árbevételnél, mind a mérleg főösszegeknél gyorsabban növekedett.

A nettó forgóeszköz pozitivitása valószínűleg a vevő/szállító arányok javulása oldaláról is megalapozott, ui. ezek aránya a 90-es évek második felében még 1 alatt volt (ez likviditási gondokat jelez), 2000 után viszont a vevő/szállító már 1 fölé került.)

Miként változott a tőkeszerkezet a vizsgált 7 év dinamikus növekedési viszonyai közt?

1995–2002 között a mintában szereplő összes vállalkozások kumulált rövid és hosszú lejáratú adóssá-



gának saját tőkéhez viszonyított aránya megduplázódott, az 1995-ös 83,6 százalékról 164,3 százalékra növekedett.

Ezen belül a hosszú lejáratú kötelezettség/saját tőke mutató szintén növekedett, praktikusán megduplázódott, 21,6%-os 1995-ös értékről 42 százalékra 2002-re.

Jelentősen nőtt a rövid lejáratú kötelezettségek aránya a saját tőkéhez viszonyítva, 1995-ről 2002-re 62%-ról 120%-ra. Ez igen jelentős változás!

Előzők alapján ugyan jelentősen nőtt a tőkeáttétel, de még jelentősebben a rövid lejáratú vállalati eladósodás. Ez utóbbi növekedése a saját tőke 60 százalékaról 1,2-szeresére, és az összítőke 33 %-áról 43 %-ára már komoly kérdéseket vet fel. Ilyen mértékű rövid lejáratú (és együttesen hosszú és rövid lejáratú) eladósodás a saját tőkéhez viszonyítva már nem tekinthető egészséges gazdasági folyamatnak.

Ha most adósság szemüvegen keresztül nézzük a vállalati gazdálkodást, a legátfogóbb adósságmutató, az összes adósság/összes tőke (vagy eszközérték) mutatója, amely a hét éves periódus alatt egyenletes növekedéssel 44,6 százalékról 59,1 százalékra növekedett. Azaz a vizsgált időszakban a magyar gazdaságban (is) *jelentősen növekedett a vállalati eladósodás, a források több mint fele, immár 60 százaléka idegen forrás.*

És ne felejtsük el, hogy a tőke- és forrásszerkezet ilyen mértékű tőkeszerkezet átrendeződése nálunk 5–10 éves folyamatok eredménye.

A vállalati adósságnövekedés következtében létrejött adósság mintegy negyede hosszú lejáratú és háromnegyede rövid lejáratú. Ez elvileg azt mutatja, hogy a növekvő szállítói megfinanszírozáson kívüli finanszírozásban a bankok is zömmel a rövid lejáratú hitelezés bővítésére voltak hajlandók<sup>7</sup>, miközben a Nemzeti Bank hivatkozott elemzése szerint a vállalati hitelek durván fele rövid és másik fele hosszú lejáratú hitel. A mi adatforrásunk és az MNB adatszerkezeti közlése teljesen ellentétes.

A gyakorlati tapasztalataink alapján hajlunk arra, hogy kétségbe vonjuk az MNB-anyag adatainak helyességét, ha csak nincs itt valami speciális magyarázat

A rövid lejáratú források ilyen mértékűre növekedése a tőkeszerkezetben a vállalkozások forgóeszköz-növekedését akadálytalanul megfinanszírozta, a beruházásokat csak bizonyos vállalati csoportok esetében.

Ezt igazolják az immár jó tízéves kkv-k beruházás finanszírozásával kapcsolatos állami erőfeszítések, állami beruházás-financezírozási programok, kezdve a mikrohitelvezéstől, folytatva a Széchenyi-terven át a jelenlegi pályázati kiírásokhoz, ahol már uniós források is rendelkezésre állhatnak.

Az eladósodási folyamat a reáleszközökhöz képest is érdekesen alakult, és az adósság súlyosan megnőtt. A hosszú lejáratú kötelezettségek/befektetett eszközök mutató 0,20-ról 0,33-ra nőtt, rövid lejáratú kötelezettségek/befektetett eszközök mutató 0,57-ről 0,93-ra.

Érdekes módon a rövid lejáratú kötelezettségek/forgóeszközök mutató stabil, a teljes időszakban 0,85, azaz a forgóeszköz-növekményt folyamatosan 85%-ban rövid lejáratú hitelek fedezték 1995–2002 között!

A tőkeszerkezeti átalakulások nem függetlenek a vállalati mérettől. Adatbázisunk alapján kiválasztottunk három csoportot, azon vállalatokat, amelyek éves árbevétele nulla-tízmillió Ft, amelyeké száz-öttszázmillió Ft és amelyeké tízmilliárd Ft felett volt. Ezek tőke- és adósságszerkezeti mutatóit ismerteti a 3. táblázat.

3. táblázat

Három méretskálába sorolt vállalati kör tőke és adósságszerkezetének változása 1995–2002 között

0-10 millió forint forgalom		
Vállalatok száma	134660	70453
Hosszú lejáratú kötelezettségek/saját tőke	0,74	0,27
Hosszú lejáratú kötelezettségek/összes forrás	0,25	0,13
Rövid lejáratú kötelezettségek/saját tőke	1,19	0,73
Rövid lejáratú kötelezettségek/összes forrás	0,40	0,36
100-500 millió forint forgalom		
Vállalatok száma	10530	20284
Hosszú lejáratú kötelezettségek/saját tőke	0,25	5,84
Hosszú lejáratú kötelezettségek/összes forrás	0,12	0,72
Rövid lejáratú kötelezettségek/saját tőke	0,87	1,83
Rövid lejáratú kötelezettségek/összes forrás	0,33	0,23
10 milliárd forint forgalom felett		
Vállalatok száma	110	356
Hosszú lejáratú kötelezettségek/saját tőke	0,13	0,27
Hosszú lejáratú kötelezettségek/összes forrás	0,08	0,12
Rövid lejáratú kötelezettségek/saját tőke	0,33	0,78
Rövid lejáratú kötelezettségek/összes forrás	0,22	0,35

A mikrovállalkozások száma a két időpont között közel a felére csökkent, a tőkeáttétel jelentősen mérséklődött, sőt a teljes forrástőmegben is csökkent a hosszú lejáratú források aránya. Láthatóan e csoportban a saját tőkefinanszírozás megnőtt, mivel a rövid lejáratú finanszírozás is csökkent mind a saját tőkéhez, mind a teljes forrástőmeghez képest. E csoport tőkeel látása tehát nem javult, inkább romlott, számuk dinamikus csökkenése is jelzi e trendet (talán összefüggés is van).

A középvállalati csoportban más trendek mutatkoznak. 1995-ben e vállalatok forrásainak durván fele



saját a saját tőke, és a másik fele a hosszú és rövid lejáratú idegen forrás. A tőkeáttétel ekkor minimális volt. 2002-ben már a finanszírozásban hosszú lejáratú idegen források tették ki azok 72 százalékát, 13 százalékát a saját tőke, és 15 százalékot a rövid lejáratú idegen források. E vállalatoknál igen nagy mértékű eladósodás következett be, és *nem volt akadálya közép- és hosszú lejáratú forrásokhoz jutni.*

A harmadik klaszterba a legnagyobb méretű vállalkozások tartoznak. Ezek száma örvendatosan, közel megnégyesződött. Klasszikus tőkeáttételi mutatójuk megduplázódott, de jelentősen nőtt rövid lejáratú eladósodottságuk a saját tőkéhez viszonyítva, valamint az össztőkén belül is. Ebben a vállalati méretcsoportban nincsenek tőkefinanszírozási gondok. De itt is nő az eladósodottság, az összes adósság az összes forráson belül 30 százalékról 40 százalékra emelkedett

### Kérdőjelek és hipotézisek a magyarországi vállalati tőkeáttétel növekedésére

A vizsgált 7 éves időszakban megduplázódott a tőkeáttétel mutatója és ennél is gyorsabban nőtt a rövid lejáratú adósság bármely mutatója. Miért következett ez be?

- A tőkeáttétel vizsgált időszaki növekedése tükrözi a saját tőke növekedési ütemének és forrásának elégtelenségét, amit igazolnak az elég alacsonynak ítélt ROI és ROA adatok
- A vállalkozásoknak hihetetlen mértékben szükségük volt és van beruházásokra, fejlesztésre, még alacsony jövedelmezőség esetén is, vagy éppen annak javítására (termékmegújítás, új telephely – új technológia, racionális szervezés stb. okán).
- A vállalkozások forgóeszköz-igényessége rendkívül gyorsan növekedett az értékesítés 3,5-szeres bővülésével (amelyből 2,5-szeres mértéket képviselt az infláció és 1,3-szeres reálnövekedést a tényleges gazdasági növekedés), ezt a forgóeszköz-növekedést a hazai pénzpiac végül is finanszírozta, de ez elvezetett a rövid lejáratú vállalati eladósodás jelentős mérvű növekedéséhez. Így a forgóeszközök finanszírozásához szükséges forrásigényt a magyar kereskedelmi bankrendszer megfelelően kielégítette.<sup>8</sup>
- A vállalati beruházások folyamatában nagyobb forgóeszköz-fejlesztés valósult meg, mint a befektetett eszköz fejlesztés, a befektetett eszközök/összes eszközök arány az 1997-es 53 százalékról 2002 végére 43 százalékra csökkent!
- A vállalkozások növekvő banki finanszírozása a hitelkamatok csökkenésével párosult, sőt, a kamatcsökkentés nyilvánvalóan ösztönözte a hitelfelvéte-

leket. Mégis – a nagyobb adósságráta a forrásokon belül, illetve a növekvő tőkeszerkezet megnövelte a bankok szerepét a vállalkozások életében

- Tényszámok igazolják, hogy a mikrovállalkozások hitelezésében a bankok szerepvállalása csökkent, ami azt jelzi, hogy a hitelkeresleti versenyben a mikrovállalkozások egyre kevésbé partiképesek
- Érdekes, hogy a rövid lejáratú vállalati eladósodás, és főként a tőkeáttétel azzal növekedett, hogy javult a vizsgált hét évben a saját tőke megtérülésével, és növekedett az újra visszafektetési hányados. A saját tőke megtérülése (adózott eredmény/saját tőke) a 95-ös 0,72 százalékról 2005-re feltornázódott egy 9 százalékos szintre –, miközben az *adózott eredmény újra visszafektetési hányada 45%-ról 55%-ra növekedett!*
- Előbbiek a fenntartható vállalati növekedés elvét látszanak igazolni, mert a vállalkozásoknál egyidejűleg nőtt a saját tőke és a külső forrás is, igaz, a külső forrás gyorsabban.
- Így az sem igazolódott, hogy a saját tőke jövedelmezőségének negatívan kell korrelálnia a tőkeáttétellel, mert Magyarországon a vizsgált időszakban ennek az ellenkezője történt.
- A tőkeáttétel az elméletben a magasabb befektetett eszközarányokkal dolgozó vállalatoknál nő gyorsabban. Magyarországon a jelenlegi vizsgálat alapján inkább azt a hipotézist rögzíteném, hogy a közepes méretű vállalkozások tőkeáttétele nőtt a leggyorsabban, s ennél kevésbé a legnagyobbaké, a mikrovállalkozásoké pedig még csökkent is.<sup>9</sup>
- A tőkeáttétel dinamikus növekedése olyan viszonyok között ment végbe, amikor is a *ROE elért 9 százalékos szintje tartósan alacsonyabb volt a hitelkamatoknál*, noha a tulajdonosi kockázat nem kisebb, hanem nagyobb volt a hitelkockázatoknál. Ez fejlett piacgazdaságokban törvényszerűen fordítva van. Ilyen tőkeáttétel növekedési viszonyokra talán csak valamilyen tőkeszegény viszonyokra megfogalmazott pénz- és tőkepiaci elmélet adhat magyarázatot.
- Egyértelmű, hogy a saját tőke növekvő megtérülése dacára az osztalékigények levonása után megmaradó saját tőke bővítését szolgáló saját vállalati többletforrások messze nem kielégítőek a növekedési lehetőségek (meg az infláció) finanszírozására, és a vállalatok többsége általánosan továbbra is növekedésénél külső forrásokra szorul.
- Miközben a ROE kedvezően alakult, a ROA (az összes eszközök megtérülése) a vizsgált 7 éves időszakra csupán 3–4,5 százalék között mozgott, mi-



közben tudjuk, hogy az eszközöket 2000-ig könyvszerinti értéken tartották nyilván, és tényleges beszerzési árakon az előbbi 3–4,5 %-os számokkal szemben a ROA aligha adhatott reálértékben 1–2 százalékosnál nagyobb belső növekedési ütemre fedezetet. Így az eladósodás növekedésével egyidejűleg a profitabilitás alacsony, s mivel alig fedezi a növekedés tőkeigényét, az eladósodás folyamata circulus vitiosus lehet.

- *Az is lehet, hogy a ROE növekedése, karöltve a növekvő tőkeáttétellel mégiscsak növekvő vállalalkozási kockázatot fejez ki?* Lehet, hogy valahol az MM tétel ilyen nem tökéletes versenypiaci működés mellett is hordoz magában igazságtartalmakat? Ha igen, akkor lehet, hogy a növekvő tőkeáttétellel a vállalati adósságállományok kockázata növekedett?
- Mérsékelt belső növekedési potenciáljuk miatt a hazai vállalkozások tőkeszerkezeti döntései nagyon is körülhatároltak, s kényszerűen *elsősorban* bankhitelre alapozódnak, másodsorban saját forrásokra (előző évek felhalmozott nyeresége), s csak harmadsorban új tulajdonosi forrás bevonására. *Ez mintegy fordított „Pecking Order” elmélet a gyakorlatban.*
- Bár ismert, hogy a Magyarországon működő leányvállalatok jelentős részét az anyavállalat (is) finanszírozza, ennek hatása ebből az adatbázisból nem mérhető le.
- A saját tőke megtérülését jelentősen meghaladó kamatszintek folyamatosan drágították és drágítják a vállalati tőkefelvételt (a WACC-t), s ezt a negatív hatást csak igen szerény mértékben ellensúlyozták a kamatköltségek révén elért adómentesítések (a tiszta saját tőkéből történő finanszírozással szemben), minthogy Magyarországon a társasági adó alacsony.
- Van egy olyan hipotézisünk, hogy a készletek, illetve a vevő nem likvid részét a mérlegek elpalástolják<sup>10</sup>, s így nem kis számú vállalkozás nettó forgótőkéje valójában nem pozitív, hanem negatív, és ezért az ilyen vállalkozások a folyamatosan fellépő valós többlet forgóeszköz-szükségleten felül *a mérlegben elpalástolt nettó forgóeszközhányt is finanszíroztatni kénytelenek.*
- A bankok gazdálkodási, magatartási, hitelezési tevékenységének, feltételeinek ismerete hiányában úgy véljük, a tőkeáttétel növekedésének okait nem lehet megérteni. Külön vizsgálat volna szükséges a növekvő vállalati eladósodás és növekvő tőkeáttétel banki oldalával kapcsolatban.

- A tőkeáttétel általános növekedése dacára jelentős vállalati csoportokban megoldatlan maradt a beruházás-finanszírozás, a mikro- és kisvállalatok tőkeellátása valójában továbbra is nyitott probléma, és állami, sőt uniós támogatásuk módszerei a következő években is a gazdaságpolitika állandó témái lesznek.
- A tőkeáttétel növekedésében bizonyára szerepe van a hazai vállalati gazdálkodási és finanszírozási kultúra hagyományainak is (Chui és társai, 2002), amelyben erős igények uralkodnak a banki finanszírozás iránt.

\* \* \*

Nem valószínű, hogy egy nagyon egyszerű modellel le lehet írni a hazai vállalati eladósodás és növekvő tőkeáttétel igen gyors ütemű növekedésének okait Magyarországon. Feltehető, hogy a vállalatokat tovább kell tipizálni, és finanszírozási situációs scénáriókra kell modelleket megfogalmazni.

Nemzetközi trend a vállalatok tőkeáttételének növekedése. A Magyarországon működő vállalatok összegezett 1995–2002 közötti mérleg- és eredménykimutatási adatainak vizsgálata azt mutatja, hogy ez a trend érvényesül Magyarországon is, a vállalatok tőkeáttétele a vizsgált időszakban igen nagymértékben növekedett és a külső finanszírozás jelentősége meghatározóvá vált a vállalati növekedés tőkefeltételeinek biztosításában.

E cikkben röviden utaltunk azokra az elméletekre, amelyekkel a vállalati pénzügyi gondolkodás elméletileg megokolja a tőkeszerkezeti döntéseket, és a hazai tényadatok alapján azt láttuk, az ezek által rögzített absztrakt feltételek között a valóságos hazai tőkeszerkezeti mozgások csak részben magyarázhatóak.

A vállalati rövid és hosszú távú eladósodás, a tőkeáttétel nagy mértékű növekedésének megokolására további statisztikai és ökonometria vizsgálatok szükségesek, azt reméljük, e vizsgálatokat segíthetik a cikkben tett megállapítások, hipotézisek.

#### Felhasznált irodalom

- Apatini Kornélné (1999): Kis- és középvállalatok finanszírozása, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó
- Ábel István – Öcsi Béla (1999): Finanszírozási szerkezet és tulajdonforma. in: Közgazdasági Szemle, 10.sz. p. 888-904.
- Alekszan Devic – Bojan Krstic (2001): Comparative Analysis of the Capital Structure Determinants in Polish and Hungarian Enterprises – Empirical Study, in: Facta Universitatis, Series Economics and Organisation Vol. 1 No 9, p 85-100.
- Brealey, R. A. – Myers S. C. (1988): Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill, 6 th Edition



- Csubák Tibor Krisztián (2003): Kis- és középvállalatok finanszírozása Magyarországon, PhD Disszertáció, Budapest
- Chui, C. W. – Lloyd, A. E. – Kwok, C. Y. (2002): The Determination of Capital Structure: A Missing Piece to the Puzzle. in: Journal of International Business Studies, First Quarter, p. 99-127.
- Ehradt, M. C. – Daves, R. D. (2001): Corporate Valuation. The Combined Impact of Growth and the Tax Shield of Debt On the Cost of Capital and Systematic Risk. in: Journal of Applied Finance, Fall/Winter
- Fama, F. F. (1978): The Effects of a Firm's Investment and Financing Decision. in: American Economic Review, June, 68, p. 272-284.
- Miller, M. H. (1977): Debt and Taxes. in: Journal of Finance, May, 32, p. 261-276.
- Modigliani, F. – Miller, M. H. (1958): The Cost of Capital. Corporation Finance and the Theory of Investments. in: American Economic Review, June, 48, p.261-297.
- Nivorzhkin, E. (2002): Capital Structures in Emerging Stock Markets: The Case of Hungary. in: The Developing Economies, XL-2, June, p. 166-187.
- Ross Levine (2002): Bank Based Or Market-based Financial System. Which is better. in: Journal of Financial Intermediation, No 11.

Melléklet

Gazdálkodási forma	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Jogi személyiségű gazdasági társaság	147 388	162 588	165 307	171 495	177 424	186 744
Ebből korlátozott felelősségű társaság	143 109	154 990	160 647	167 033	172 919	182 242
Részvénytársaság	3 929	4 251	4 350	4 372	4 423	4 425
Szövetkezet	8 330	8 230	8 191	7 516	7 074	6 768
Egyéb jogi személyiségű vállalkozás	2 289	2 813	3 432	3 918	4 306	4 617
Átalakulásra kötelezett gazdasági Szervezet	655	619	506	411	341	298
Jogi személyiségű társas vállalkozás	158 662	174 250	177 436	183 340	189 145	198 427
<b>Jogi személyiség nélküli gazdasági társaság</b>	<b>144 552</b>	<b>166 863</b>	<b>175 979</b>	<b>196 009</b>	<b>207 365</b>	<b>216 567</b>
Ebből közkereseti társaság	4 509	5 006	5 217	7 873	8 213	8 113
Betéti társaság	140 043	161 857	170 762	188 136	199 152	208 454
Jogi személyiség nélküli egyéb vállalkozás	24 269	26 182	26 998	27 255	27 427	26 675
Megszűnő gazdálkodási forma	11 091	10 646	8 858	4 917	2 897	2 039
<b>Jogi személyiség nélküli társas vállalkozás</b>	<b>179 912</b>	<b>203 691</b>	<b>211 835</b>	<b>228 181</b>	<b>237 689</b>	<b>245 281</b>
Társas vállalkozás összesen	338 574	377 941	389 271	411 521	426 834	443 708
Egyéni vállalkozás	659 690	648 701	660 139	682 925	698 001	708 513
<b>Vállalkozás összesen</b>	<b>998 264</b>	<b>1 026 642</b>	<b>1 049 410</b>	<b>1 094 446</b>	<b>1 124 835</b>	<b>1 152 221</b>
Költségvetési és társadalombiztosítási szervezet	14 633	14 957	15 300	15 436	15 615	15 401
Nonprofit szervezet	54 418	58 866	61 907	65 335	67 153	69 074
MRP-szervezet	300	292	272	263	228	194
<b>Összesen</b>	<b>1 067 615</b>	<b>1 100 757</b>	<b>1 126 889</b>	<b>1 175 480</b>	<b>1 207 831</b>	<b>1 236 890</b>

## Lábjegyzetek

- Nálunk Magyarországon még nagyon fiatal a modern kapitalizmus, ezért nincs elég adat a hazai béták kiszámításához, és ezért a magyar befektető messze nem tud olyan tudatos befektetői magatartást tanúsítani, mint az amerikai. Nincs több évtizedes (az USA-ban másfél évszázados) statisztikánk az egyes ágazatokban csődbe jutott vállalatok arányáról, amiből az itt működő vállalatok kockázatosságát, vele az elvárt tulajdonosi megtérülést és a tőkeköltségeket számolhatná a piac.
- A tőkeszerkezetnek több definíciója ismert, a két alapvető: összes kötelezettség/összes források, összes hosszú lejáratú kötelezettségek/összes források (vagy eszközök).
- Magyarországon működnek beruházási bankok, kockázati tőketársaságok, ma már vannak speciális állami támogatási konstrukciók, voltak japán, német stb. hitelkonstrukciók, de a vállalatok hitel- és tőkeellátásában nem voltak jelentősek, és kapcsolatrendszer híján levő vállalkozás nemigen számíthatott e forrásokra.
- Még inkább befektetési alapok, ingatlan befektetési társaságok, szövetkezetek tudtak – kis induló nagyságuk dacára jelentős lakossági kötvénybefektetéseket magukhoz vonzani.

- A bejegyzett társas vállalkozások száma ettől eltér, magasabb. Itt azon társas vállalkozások száma szerepel, amelyek mérleget készítettek és adtak be. Az adatbázist a Hétszigma Kft. bocsátotta rendelkezésünkre, amit itt szeretnék megköszönni.
- A 2000-es mérlegekben igen nagyarányú vagyontáértékelés van, ezért 2000-től az adatbázis abszolút számaiban torzulást, hirtelen adatugrásokat látunk, ugyanakkor érdekes módon a belső arányváltozások, dinamikák teljesen koherensek.
- A banki és szállítói finanszírozás növekedésére külön adatunk nincs, csak a rövid lejáratú kötelezettségek egészére, illetve a szállító állományra. Itt szerepet játszhat a „banki” típusú hitel-piac a maga specialitásaival.
- Sajnos nincs ütköző adatunk, miként alakult a magyar kereskedelmi bankrendszer, illetve a pénzügyi szféra rövid és hosszú távú kihelyezése e szférába.
- Nem látjuk igazoltnak ezen a mintán, amit többen vallanak, hogy a tangibilitás és a tőkeáttétel negatívan korreláltak.
- Ezek leírása csak az eredmény rovására lehetséges, ami veszteség okozó, de veszteséges mérleggel nem lehet banki hitelhoz-szabbítást kérni. Ez sok vállalkozás életében egy érdekes circulus vitiosus.